

8 octubre de 2020

Informe de gestión Q3 2020

Estimados inversores,

Hanway Capital Fund ha obtenido un retorno del **-4,5%** este trimestre alcanzando un precio por acción de **115,4€** neto de comisiones, lo que sitúa la rentabilidad acumulada en el año 2020 en el **14,5%**. Ante las mejores perspectivas de la economía global, en las últimas semanas el fondo ha virado para posicionarse decididamente alcista de cara a finales de año. Creemos que la reapertura de la actividad económica junto a las políticas fiscales y monetarias expansivas serán un catalizador para los mercados, que podrían verse aún más favorecidos una vez se disipen las incógnitas políticas de las elecciones americanas y el Brexit. Para ello, el fondo ha comprado renta variable sobre todo en sectores cíclicos que creemos se beneficiarán de una eventual reapertura, sin abandonar nuestra apuesta por las materias primas como protección ante un repunte de la inflación.

Dos realidades paralelas

En el nacimiento del río Amazonas se produce la confluencia del río Negro, de aguas oscuras, con el río Solimões, de aguas más claras con tonalidad arcillosa. Durante seis kilómetros las aguas de los dos ríos conviven sin mezclarse debido a sus diferencias en temperatura, velocidad y densidad. Este fenómeno se conoce como el *“Encontro das Aguas”*.



En el mercado financiero tras la pandemia, ocurre algo similar. Asistimos a como diferentes activos están poniendo en precio escenarios totalmente opuestos:

Por un lado, en el sector tecnológico americano, parece que el mundo va mejor que nunca. Las empresas más grandes y punteras del mundo sufrieron durante el mes de marzo ligeras caídas, pero las recuperaron rápidamente. A partir de ahí, han sumado máximos históricos hasta alcanzar múltiplos que no se veían desde la burbuja puntocom. Apple, por ejemplo, tras subir alrededor de un 60% este año, cotiza a un múltiplo sobre ventas de 8x, similar al que tenía en el año 2007 tras el lanzamiento de su primer iPhone.

Nos cuesta creer que siendo la compañía más valiosa del mundo con una capitalización bursátil que supera los dos billones de dólares, sus actuales oportunidades de crecimiento e innovación sean parecidas a las que tenía el año 2007. Esto no es una crítica a Apple que es una buena compañía, pero no por ello una buena inversión. Actualmente, muchas compañías tecnológicas están cotizando con unas expectativas de crecimiento exageradas, que aún y cumpliéndose, no dejarían mucho más margen para subidas. Por ello pensamos que actualmente el sector tecnológico ofrece más riesgos que oportunidades.

Por otra parte, el resto de la renta variable sigue descontando un escenario muy desfavorable. Los precios de los sectores especialmente ligados al ciclo económico (industrial, turístico, aeronáutico, financiero) nos están diciendo que el mundo tardará muchos años en recuperarse de este varapalo. Muchas de estas acciones apenas se han alejado de los mínimos de marzo y por tanto reflejan la enorme incertidumbre que nos rodea.

Debido al enorme peso que los gigantes tecnológicos han alcanzado en los índices de referencia, sus impresionantes subidas en lo que llevamos de año han logrado maquillar la evolución de aquellos índices en los que el sector tecnológico tiene mucho peso (S&P 500), dejando desnudos a aquellos índices en los que la tecnología es apenas existente (Ibex 35). La tabla de abajo analiza la relación entre el peso que el sector *Information Technology* tiene en cada índice con su evolución en los nueve primeros meses del año:

Índice	País o Región	Peso tecnología en el índice	Retorno 2020 (USD)
S&P 500	EE.UU.	28,2%	+5.6%
Nikkei	Japón	16,3%	+2.8%
DAX	Alemania	13,6%	+0.7%
Eurostoxx	Europa	15,6%	-8.7%
Ibex 35	España	6,3%	-25.2%
IBOV	Brasil	1,0%	-41.7%

¿Como se habría comportado la renta variable global si no existiera el sector tecnológico? Podemos ver en el siguiente gráfico que, si bien el MSCI World cae solo un 4% desde que empezó el año, sin el sector tecnológico (que representa un 22%) caería un 9%.



Miedo a quedarse fuera

El famoso inversor Stanley Druckenmiller, que trabajó para George Soros desde 1988 hasta el 2000, explica así su experiencia durante la burbuja puntocom:

“Nunca lo olvidaré. En enero del 2000 fui a la oficina de Soros y le dije: “voy a vender todas las acciones tecnológicas. Todas. Esto no tiene sentido. Vamos a esperar a la siguiente oportunidad”. Y así hicimos, pero entonces vi como otros fondos que seguían dentro del sector subían un 3% cada día. Y yo estaba viéndolo desde fuera, y me corroía por dentro. Llegó un momento en que ellos subían un 50% en el año, y yo solo un 7%”.

“Llegamos a marzo y aunque sentí que nos acercábamos al estallido de la burbuja, no pude evitarlo. Cogí el teléfono tres veces durante la misma semana, pero me dije no lo hagas. No lo hagas. Al final lo hice: compré \$6.000 millones en empresas tecnológicas, justo en el punto más alto. Seis semanas después había perdido \$3.000 millones con esa jugada y Soros me había despedido”.

Cuando le preguntan a Druckenmiller que aprendió de esta experiencia contesta rotundamente: “No aprendí absolutamente nada”. Él sabía que estaba yendo en contra de sus principios de inversión más básicos y que estaba cometiendo un error. Pero aún y así no pudo resistir la presión de estar quedándose fuera.

No estar invertido en el sector que más sube es especialmente duro por la sensación de que todo el mundo a tu alrededor se está beneficiando y tú te estás equivocando. Pero reiteramos nuestro posicionamiento respecto a la gran mayoría de las tecnológicas mencionado arriba. No porque sean compañías fantásticas y muy innovadoras, son buenas inversiones. El múltiplo que exige el mercado para comprarlas presenta actualmente más riesgos que oportunidades y a pesar de que se cumplan todas las expectativas de crecimiento infinito, el precio actual ya lo reflejaría. Sin embargo, aumentan riesgos como el regulatorio, en el que cada vez más voces exigen mayor control sobre lo que algunos ya denominan monopolios tecnológicos.

Joe Biden contra el curso de la historia

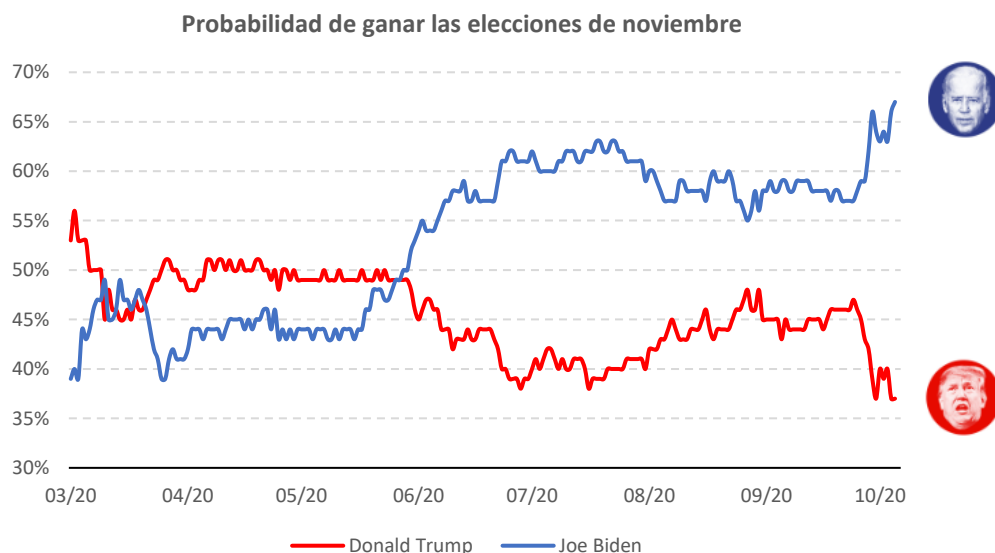
Hace tan solo seis meses, la victoria de Donald Trump en las elecciones americanas del mes que viene se daba por absolutamente descontada. El coronavirus ha sido el cisne negro en la carrera del presidente que no solo ha hundido su economía y provocado una crisis sanitaria histórica, sino que ha acabado por infectarle a un mes de las elecciones. Por ello la probabilidad de una victoria del candidato demócrata Joe Biden se ha disparado con una ventaja de hasta treinta puntos por delante del presidente actual.

Donald Trump y su política se enmarcan en un movimiento global que no es exclusivo a EE.UU. Por todo occidente recorre la idea de que la globalización ha dejado mucha gente atrás y que los países emergentes como China han canibalizado los puestos de trabajo industriales de las clases medias occidentales. El proteccionismo económico y la diplomacia del *America First* difícilmente desaparecerán, aunque gane el candidato demócrata. Se podría ralentizar dicho movimiento y por ello Biden estaría navegando en contra del curso de la historia, pero es una evidencia que eso no evitará que nos dirijamos hacia un mundo menos globalizado, y con mayores dificultades en el

movimiento de personas y capitales. Como muestra, un 66% de americanos dicen tener actualmente una opinión negativa sobre China, una subida de 20 puntos desde que Trump llegó a la Casa Blanca y que difícilmente cambiará con una victoria de Joe Biden.

También habrá elecciones al Senado que serán particularmente importantes esta vez. Si los demócratas también consiguen hacerse con la cámara alta como apuntan las encuestas, la agenda económica y social de Biden podrá ser desplegada con mayor facilidad y podríamos por ejemplo ver un fuerte empujón en la transición energética y en el gasto público.

Finalmente, no podemos cerrar este bloque sin mencionar la posibilidad de una crisis constitucional sin precedentes. En el caso de un resultado electoral muy ajustado con una victoria por la mínima de Joe Biden, Donald Trump, que ya ha apuntado varias veces a un hipotético fraude electoral, podría negarse a aceptar el resultado y generar una crisis institucional que tumbaría el mercado financiero por la incertidumbre que provocaría. Este escenario ha quedado en un segundo plano por el aumento en la ventaja del candidato demócrata, pero cabe recordar que el New York Times daba un 90% de probabilidades a Hillary Clinton de ganar la noche de las elecciones de 2016.



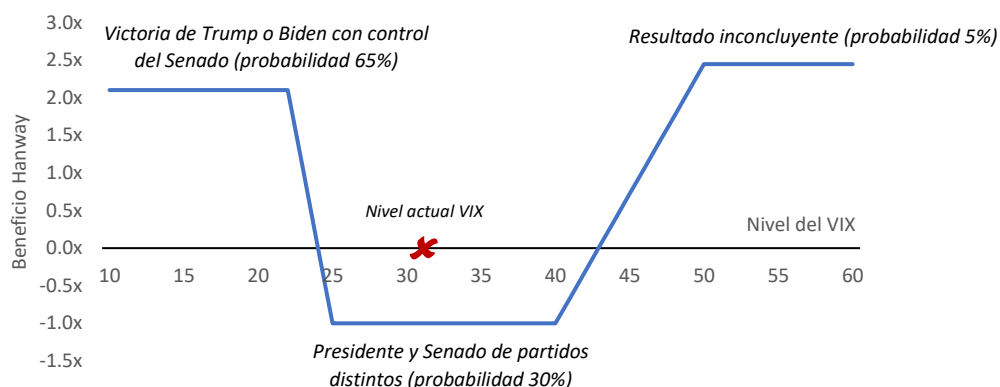
Informe de gestión

Pasemos ahora a analizar las posiciones individuales del fondo este trimestre:

- 1. Posición en renta variable:** Las bolsas mundiales han tenido un trimestre de transición, con ligeras subidas. Una vez más, la renta variable fue el mejor economista y las fuertes subidas del segundo trimestre adelantaron la mejora de la economía que estamos presenciando. Sin embargo, creemos que la rotación de sectores defensivos a cíclicos aún está por llegar y por ello nos hemos posicionado fuertemente en el segundo grupo. El fondo ha aumentado su posición en renta variable desde el 30% hasta el 65%, centrándose en activos muy ligados al ciclo económico – priorizando empresas de capitalización pequeña, del sur de Europa y de sectores industriales. También mantiene las posiciones en el sector sanitario y recientemente ha abierto una posición en el sector de energías renovables enmarcada en la temática de transición energética, que gana protagonismo en la arena política. En este trimestre, la renta variable ha aportado un 2,2% a la rentabilidad del fondo.

- 2. Posición en volatilidad:** Nuestro gran acierto del año 2020 este trimestre no ha funcionado: partiendo desde un nivel elevado, la volatilidad apenas se ha inmutado durante los episodios de caídas (por ejemplo, los días 2 y 8 de septiembre). De cara a las elecciones americanas y puesto que creemos que se trata de un evento binario – si hay un claro vencedor la volatilidad bajará, si no lo hay se disparará – el fondo ha comprado una posición en volatilidad de la volatilidad, que intentamos mostrar más abajo. Durante el periodo, la volatilidad ha restado un 3,3% a la rentabilidad.

Estructura en el VIX para el 11 de noviembre (post elecciones)



- 3. Posición en dividendos:** Tras un gran segundo trimestre, los dividendos europeos han frenado su remontada un 30% por debajo de donde estaban antes de la pandemia. Seguimos creyendo que se trata de una oportunidad única y por eso hemos aumentado considerablemente nuestra posición en los futuros de 2022, año en que los efectos del virus deberían ser ya cosa del pasado. Estas posiciones han restado un 1,5% al rendimiento trimestral del fondo.
- 4. Posición en bancos europeos:** En la misma línea que los dividendos, los bancos tampoco han funcionado este trimestre. A pesar de que la fusión de CaixaBank con Bankia parece el pistoletazo de salida a las numerosas fusiones que necesita el sector, eso no soluciona los problemas estructurales de la banca (tipos de intereses negativos). El fondo ha reducido considerablemente esta posición, que aún y así resta un 1,3% al resultado del trimestre.
- 5. Posición EUR vs. USD:** El euro ha protagonizado una fuerte subida este trimestre hasta tocar momentáneamente el nivel de 1,20 en su cruce con el dólar, si bien ha deshecho parte de esa subida en las últimas semanas. Una victoria de Joe Biden y su promesa de más gasto público podría ser el detonante que necesita el euro para retomar su escalada y romper el techo situado en 1,2. Eso beneficiaría a la posición en divisas del fondo, que este trimestre ha mermado la rentabilidad en un 0,4%.
- 6. Posición en materias primas:** Las numerosas ayudas públicas y las inyecciones de liquidez han provocado que, por poco intuitivo que parezca, el nivel de ahorros de los ciudadanos haya aumentado durante la pandemia. En el medio plazo, creemos que cuando se reabran las economías todo este ahorro se abrirá paso hacia el consumo y provocará alzas de precios, especialmente si los gobiernos y bancos centrales titubean a la hora de retirar los estímulos. La protección por la que hemos optado ante ese escenario es añadir a nuestra posición en metales preciosos otras materias primas relacionadas con la agricultura y la industria. Estas posiciones, que ya representan un 14% del fondo, han reducido un 0,2% el retorno del fondo.

Este ha sido un trimestre de transición para los mercados. Después del parón económico más brusco de la historia, la economía ha ido reabriendo paulatinamente. La volatilidad, que sigue en niveles relativamente altos, nos recuerda que los confinamientos parciales o totales aún son posibles y que la pandemia y por consiguiente la nefasta situación económica no ha quedado atrás. Después de largos informes sobre si la recuperación sería en forma de V, U o L, ha acabado siendo en forma de K. Por un lado, el sector tecnológico ha despegado alcanzando valoraciones vertiginosas, y por otro los sectores de servicios se han desplomado. Sin embargo, creemos que a medida que se vaya volviendo a la normalidad este desequilibrio se corregirá en favor de las acciones cíclicas.

Por otra parte, aún está por ver qué consecuencias traerá en el largo plazo el cóctel de políticas monetarias y fiscales hiperexpansivas que se están llevando a cabo. Si la teoría económica se cumple, todo apunta a que el retorno de la inflación debería ser la consecuencia, si bien el año 2020 nos ha enseñado a no dar nada por sentado.

“Con un proceso continuo de inflación, los gobiernos pueden confiscar, secreta e inadvertidamente, una parte importante de la riqueza de sus conciudadanos.”

- John Maynard Keynes

Un saludo,
Hanway Capital

Apéndice: Rentabilidad histórica de Hanway Capital Fund

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Año
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.4%	1.2%	0.8%
2020	-2.9%	-3.0%	18.3%	4.6%	-0.4%	3.2%	-2.3%	0.5%	-2.7%				14.5%

Estos materiales han sido proporcionados por Hanway Capital S.L. (Hanway Capital) y no constituyen, en ningún caso, ningún asesoramiento de inversiones ni comercialización y promoción de ningún fondo. El propósito de estos materiales es únicamente proporcionar una visión y actualización macroeconómica general de los mercados financieros. Además, estos materiales no se pueden divulgar, en su totalidad o en parte, o resumidos o mencionados de cualquier manera, excepto si es acordado con Hanway Capital por escrito. Ninguna parte de estos materiales puede ser utilizada o reproducida ni citada de ninguna forma por la prensa. La información utilizada en la preparación de estos materiales se obtuvo de fuentes públicas. Hanway Capital no se hace responsable que la verificación independiente de esta información sea completa y precisa en todos los materiales. En la medida que esta información incluya estimaciones y previsiones del rendimiento financiero futuro, hemos asumido que representan estimaciones razonables. Ningún contenido del documento tendría que ser considerado como asesoramiento fiscal, contable o legal.

Se aconseja a los lectores de estos materiales que cualquier debate, recomendación u otra mención de cualquier activo no es una solicitud u oferta para operar con estos activos. Este documento sólo proporciona información general, y ni la información ni ninguna opinión expresada constituyen una oferta o invitación para hacer una oferta, para comprar o vender ningún tipo de activo u otros instrumentos financieros o derivados relacionados con estos valores o instrumentos (por ejemplo, opciones, futuros, warrants y contratos por diferencias). Este documento no pretende proporcionar asesoramiento de inversión personal y no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de, ni se dirige a, ninguna persona o personas específicas. Los inversores tienen que buscar asesoramiento financiero sobre la conveniencia de invertir en instrumentos financieros e implementar estrategias de inversión que se tratan en este documento y comprender que las perspectivas de futuro no tienen por qué materializarse. Las inversiones en general y, en particular, los derivados implican numerosos riesgos, entre otros, el riesgo de mercado, el riesgo por defecto de contrapartida y el riesgo de liquidez. Ninguna garantía, instrumento financiero o derivado es adecuado para todos los inversores. En algunos casos, los títulos y otros instrumentos financieros pueden ser difíciles de valorar o vender y es difícil obtener información fiable sobre el valor o los riesgos relacionados con el activo o el instrumento financiero. Los inversores deberían tener en cuenta que los ingresos de estos valores y otros instrumentos financieros, si procede, pueden fluctuar y el precio o valor de estos valores e instrumentos puede aumentar o bajar y, en algunos casos, los inversores pueden perder la totalidad de la inversión principal. El rendimiento anterior no es necesariamente una referencia para el rendimiento futuro.

Esta información puede contener referencias o enlaces a sitios web de terceros. Hanway Capital no se hace responsable del contenido de un sitio web de terceros o de cualquier contenido enlazado en un sitio web de terceros. El contenido en estos sitios web de terceros no forma parte de esta información y no está incorporado como referencia. La inclusión de un enlace no implica ningún aval por parte de Hanway Capital. El acceso a cualquier sitio web de terceros correrá bajo su propio riesgo y siempre tiene que revisar las condiciones y las políticas de privacidad de los sitios web de terceros antes de enviarles información personal. Hanway Capital no se hace responsable de las condiciones y políticas de privacidad de terceros y renuncia expresamente a cualquier responsabilidad por ellos.



Carrer Balmes 188
08006 Barcelona
+34 93 152 10 28